

投资评级 中性 维持

股票数据

04月29日收盘价(元) 4.60  
52周股价波动(元) 4.35-6.46

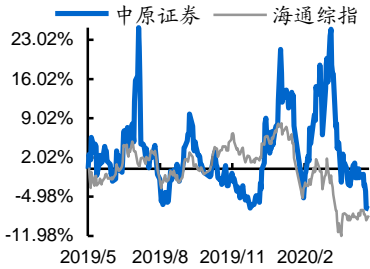
股本结构

总股本(百万股) 3869  
流通A股(百万股) 2674  
B股/H股(百万股) 0/1195

相关研究

《投行表现突出, 净利润同比+65%》  
2019.08.31  
《河南A+H券商, 加速重整各条业务线》  
2019.03.29  
《期货与股票质押大幅增长, 期待投行改善》  
2018.04.03

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.5	-12.9	-14.2
相对涨幅(%)	-12.8	-11.0	-10.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师:孙婷  
Tel:(010)50949926  
Email:st9998@htsec.com  
证书:S0850515040002

分析师:何婷  
Tel:(021)23219634  
Email:ht10515@htsec.com  
证书:S0850516060001

联系人:任广博  
Tel:(010)56760090  
Email:rgb12695@htsec.com

## 加大减值计提, 20Q1 归母净亏损 0.67 亿元

**投资要点: 河南唯一的法人证券公司, A+H 两地上市融资能力大幅提升, 各个条线全方位改革, 坚持高分红率。合理价值区间 4.22-4.96 元, 维持“中性”评级。**

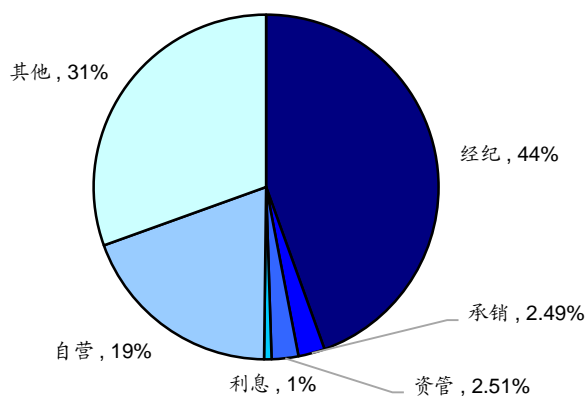
- **【事件】** 中原证券 2020 年一季度实现营业收入 4.4 亿元, 同比-34%; 归母净亏损 0.67 亿元, 上年同期净利润 1.82 亿元; 对应 EPS -0.02 元, ROE -0.70%。经纪、投行、资管、利息、自营占营业收入分别为 44%、2.5%、2.5%、1%、19%。20Q1 计提信用减值损失 0.68 亿元, 上年同期为 0.07 亿元。
- **经纪业务服务优化, 收入同比快速增长。** 2020Q1 实现经纪收入 1.94 亿元, 同比+25%。公司持续加快线上线下一体化财富管理服务模式转型步伐, 持续深化金融科技应用, 加快线上渠道布局与智能化服务体系的建设, 加快信息系统整合, 加快金融产品体系建设, 提升客户对公司产品和“财富中原”服务品牌认知度。
- **投行业务及承销规模同比下滑。** 2020Q1 实现投行业务收入 0.11 亿元, 同比-48%。债券承销规模同比-21%, 债券主承销规模 16 亿元; 其中企业债、地方政府债、公司债分别 8 亿元、5 亿元、3 亿元。IPO 储备项目合计 20 家, 主板 3 家, 科创板 2 家, 创业板 2 家。
- **加强风险化解, 资管业务收入同比下滑。** 2020Q1 实现资管收入 0.11 亿元, 同比-46%。公司资产管理业务在加强存续产品管理和风险化解的同时, 结合资管新规监管导向要求和行业发展趋势, 强化基础制度制定修订、加强合规风控建设、加强业务流程梳理, 夯实了资产管理业务发展的基础。
- **受市场影响投资净收益大幅下滑。** 2020Q1 实现投资净收益(含公允价值) 0.84 亿元, 同比-75%。公司权益类交易方面以绝对收益为目标开展投资运作, 加强宏观行业和品种研究, 重点关注市场的结构化机会。固定收益交易方面通过改善资产结构, 增加信用研究, 扩大信用债券投资比重等手段, 积极捕捉市场机会。
- **【投资建议】** 我们预计公司 2020-2022E 年 EPS 分别为 0.00、0.03、0.03 元, 每股净资产分别为 2.48、2.50、2.52 元。考虑到公司始终坚持高分红率, 近三年来现金分红占当年归母净利润的平均比例均超过 58%。长期持续稳定的高分红有利于增强投资者的热情, 同时也彰显出管理层对于公司未来业绩改善的信心。此外 A+H 上市, 融资能力强, 预计资本消耗类业务等有望加速增长。我们给予其略高于行业的估值水平, 给予 2020 年 1.7-2.0x P/B, 对应合理价值区间为 4.22-4.96 元, 维持“中性”评级。
- **风险提示: 市场持续低迷导致业务规模下滑, 市场监管进一步加强。**

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1650	2373	2064	2348	2460
(+/-)YoY(%)	-23%	44%	-13%	14%	5%
净利润(百万元)	65.79	58.22	7.52	98.70	124.30
(+/-)YoY(%)	-85%	-11%	-87%	1213%	26%
每股净利润(元)	0.02	0.02	0.00	0.03	0.03
每股净资产(元)	2.57	2.50	2.48	2.50	2.52

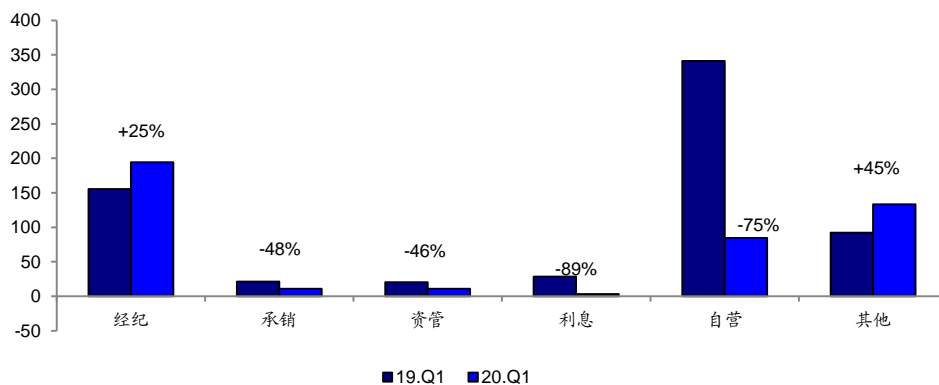
资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 中原证券 2020 年一季度收入结构



资料来源: 公司 2020 年一季度报, 海通证券研究所

图2 中原证券 2020 年一季度各业务同比变化情况 (百万元)



资料来源: 公司一季报 (2019-2020), 海通证券研究所

**表 1 中原证券盈利预测（百万元）**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>一、营业收入</b>	<b>1650</b>	<b>2373</b>	<b>2064</b>	<b>2348</b>	<b>2460</b>
手续费	735	961	1068	1122	1198
经纪收入	434	518	638	632	633
投行收入	117	247	204	225	247
资管收入	100	65	68	74	85
利息净收入	260	28	79	97	72
投资净收益	476	930	317	470	464
联营合营企业	18	42	13	13	13
资产处置收益	-	23	-	-	-
公允价值变动净收益	(106)	(165)	-	-	-
汇兑净收益	(3)	(2)	-	-	-
其他收益	4	9	-	-	-
其他业务收入	283	589	600	660	726
<b>二、营业支出</b>	<b>1569</b>	<b>2259</b>	<b>2025</b>	<b>2166</b>	<b>2238</b>
营业税及附加	13	14	13	14	15
管理费用	1003	1304	1114	1243	1278
信用减值损失	288	350	300	250	220
其他资产减值损失	32	10	-	-	-
其他业务成本	233	581	599	659	725
<b>三、营业利润</b>	<b>81</b>	<b>114</b>	<b>39</b>	<b>181</b>	<b>222</b>
加：营业外收入	23	9	-	-	-
减：营业外支出	3	7	-	-	-
<b>四、利润总额</b>	<b>101</b>	<b>116</b>	<b>39</b>	<b>181</b>	<b>222</b>
减：所得税	5	41	14	64	79
<b>五、净利润</b>	<b>96</b>	<b>75</b>	<b>25</b>	<b>117</b>	<b>144</b>
减：少数股东损益	30	17	18	19	20
归属于母公司所有者的净利润	66	58	8	99	124
<b>六、每股收益（元）</b>	<b>0.02</b>	<b>0.02</b>	<b>0.00</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>

资料来源：公司 2018、2019 年年报，海通证券研究所

**表 2 中原证券资产负债表 (百万元)**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	7262	9332	10756	11200	11649
其中: 客户资金存款	4655	6582	7567	7879	8195
结算备付金	2340	2518	1957	2038	2119
其中: 客户备付金	2265	2347	1892	1970	2049
拆出资金	0	0	0	0	0
融出资金	4720	6061	5692	5863	6038
交易性金融资产	13932	17227	15327	15959	16598
衍生金融资产	63	11	13	14	15
买入返售金融资产	8917	3024	6268	6465	6641
应收款项	93	154	169	186	205
存出保证金	283	395	424	441	459
债权投资	694	676	744	818	900
其他债权投资	726	665	1226	1277	1328
长期股权投资	948	1105	1215	1337	1470
投资性房地产	18	17	18	19	20
固定资产	217	193	212	234	257
使用权资产		185			
在建工程	12	36	43	51	61
无形资产	159	157	173	190	209
商誉	22	22	25	27	30
递延所得税资产	251	346	380	418	460
其他资产	1498	1446	1591	1750	1925
<b>资产总计</b>	<b>42155</b>	<b>43570</b>	<b>46232</b>	<b>48286</b>	<b>50385</b>
短期借款	1875	1569	1647	1730	1816
应付短期融资款	4674	4455	4678	4912	5158
拆入资金	2241	2361	2479	2603	2733
交易性金融负债	380	1115	1170	1229	1290
衍生金融负债	0	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	10172	8721	9157	9615	10096
代理买卖证券款	6561	8895	9340	9807	10297
代理承销证券款	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	337	479	503	528	554
应交税费	60	57	60	63	66
应付款项	323	183	192	202	212
应付利息		0	0	0	0
合同负债	0	20			
长期借款	0	13	14	15	15
应付债券	4098	4624	6150	6650	7150
租赁负债	0	178			
递延所得税负债	3	8	9	10	11
其他负债	156	394	413	434	456
<b>负债合计</b>	<b>30880</b>	<b>33072</b>	<b>35813</b>	<b>37796</b>	<b>39854</b>
股本	3869	3869	3869	3869	3869
资本公积金	3756	3487	3487	3487	3487
其他综合收益	28	37	45	53	62
盈余公积金	760	808	813	884	973
一般风险准备	1299	1382	1393	1534	1711
未分配利润	239	88	2	(149)	(369)
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>9951</b>	<b>9671</b>	<b>9609</b>	<b>9678</b>	<b>9734</b>
少数股东权益	1324	827	810	812	798
<b>所有者权益合计</b>	<b>11275</b>	<b>10498</b>	<b>10419</b>	<b>10490</b>	<b>10531</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>42155</b>	<b>43570</b>	<b>46232</b>	<b>48286</b>	<b>50385</b>

资料来源: 公司 2018、2019 年年报, 海通证券研究所

**表 3 券商可比公司估值 (2020 年 4 月 29 日)**

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	23.39	3024	32.2	24.7	20.4	2.0	1.9	1.7
华泰证券	17.64	1601	31.8	17.8	15.6	1.5	1.3	1.2
海通证券	12.63	1453	27.9	15.3	13.9	1.2	1.2	1.1
国泰君安	16.74	1491	22.2	17.3	14.5	1.3	1.2	1.1
中信建投	33.98	2598	84.2	47.2	40.5	6.1	5.6	4.3
申万宏源	4.28	1072	25.8	18.7	16.6	1.5	1.3	1.2
国信证券	10.54	864	25.1	17.6	15.6	1.8	1.7	1.3
招商证券	18.24	1222	27.6	16.8	15.6	1.9	1.7	1.5
中国银河	9.56	969	33.6	18.5	16.7	1.5	1.4	1.3
广发证券	13.48	1027	23.9	13.6	12.4	1.2	1.1	1.1
东方证券	9.25	647	52.6	26.6	22.2	1.3	1.2	1.2
方正证券	6.97	574	86.8	56.9	35.3	1.5	1.5	1.4
国投资本	11.70	495	29.4	16.7	14.1	1.4	1.3	
红塔证券	18.00	654	169.2	78.1	115.5	5.8	4.9	
长城证券	11.59	360	61.4			2.2		
华林证券	13.73	371	107.6			9.1		
天风证券	5.24	349	115.3			2.8		
兴业证券	5.92	396	292.9	22.5	21.7	1.2	1.2	1.1
财通证券	9.28	333	40.7	17.8	25.8	1.7	1.6	1.6
西部证券	7.79	273	129.8	44.7	24.4	1.6		
国元证券	8.01	270	40.2	29.5	25.3	1.1	1.1	1.1
东吴证券	7.52	292	81.4	28.1	12.9	1.4	1.4	1.0
浙商证券	9.44	315	42.7	32.5	28.6	2.3	2.2	
国金证券	9.47	286	28.3		20.8	1.5		1.3
西南证券	4.43	250	110.2	30.1	28.2	1.3	1.3	1.3
华西证券	9.93	261	24.2	18.2	14.2	1.4	1.3	1.3
南京证券	13.33	440	189.7	62.0	59.1	4.2	4.0	
太平洋	3.18	217	(16.4)			2.1		
华安证券	7.01	254	45.8	22.9	26.0	2.0	1.9	1.9
华创阳安	11.02	192	128.3			1.3	1.3	1.2
第一创业	6.81	239	191.8	46.5	43.3	2.7	2.6	2.3
山西证券	6.88	195	86.0	38.1	21.1	1.6		
国海证券	4.19	228	311.9	46.8		1.7	1.6	
东北证券	7.91	185	61.4	18.4	14.7	1.2		
中原证券	4.60	178	270.5	305.7	70.1	1.8	1.8	1.7
大券商平均			<b>35.2</b>	<b>21.3</b>	<b>18.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>
平均			<b>86.2</b>	<b>39.6</b>	<b>27.8</b>	<b>2.2</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

## 信息披露 分析师声明

孙婷 银行行业、非银行金融行业  
何婷 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中信银行,第一创业,兴业银行,杭州银行,中国太保,国金证券,中国人寿,建设银行,光大证券,东方财富,国泰君安,东吴证券,汇丰控股,宁波银行,招商证券,中国银河,兴业证券,华安证券,华泰证券,中国平安,中原证券,众安在线,中国人保,中金公司,安信信托,中国财险,东方证券,中国太平,新华保险,南京银行

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。